



Research and
Development Center

政策红利与渠道变革共振，免税龙头蓄势待发

—中国中免(601888)公司首次覆盖报告

2026年3月20日

范欣悦 商社首席分析师

陆亚宁 商社零售分析师

执业编号: S1500521080001

执业编号: S1500525030003

邮箱: fanxinyue@cindasc.com | 邮箱: luyaning@cindasc.com

证券研究报告

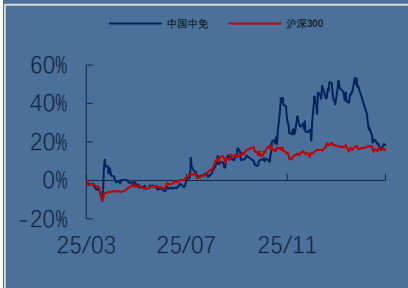
公司研究

公司首次覆盖报告

中国中免(601888)

投资评级 买入

上次评级



资料来源: 聚源, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	72.56
52周内股价波动区间(元)	53.64-99.81
最近一月涨跌幅(%)	-16.83
总股本(亿股)	20.69
流通A股比例(%)	94.37
总市值(亿元)	1486.67

资料来源: 聚源, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦

B座

邮编: 100031

政策红利与渠道变革共振, 免税龙头蓄势待发

2026年03月20日

报告内容摘要:

全球旅游零售行业领导者, 打造“全球一流”免税服务商。公司作为国内唯一经国务院授权在全国范围内开展免税业务的专营企业, 聚焦旅游零售主业, 通过构建全渠道免税网络、全球化供应链体系、精细化会员运营三大生态, 持续为消费者创造价值。2025年上半年, 公司实现营业收入281.51亿元, 主营业务收入中线下收入197.03亿元, 线上收入78.28亿元, 中免会员人数已突破4,500万。

海南封关运作历史机遇, 离岛免税政策升级释放新动能。2025年12月18日, 海南自由贸易港全岛封关运作正式启动, 标志着中国高水平对外开放进入全新阶段。财政部、海关总署、税务总局联合印发公告, 从2025年11月1日起, 调整升级海南离岛旅客免税购物政策, 新增2个商品大类和优化调整3个商品细类, 允许6类国内商品在离岛免税店销售。政策红利驱动下, 海南离岛免税销售呈现企稳态势, 截至2025H1, 公司在海南离岛免税市场的优势地位进一步稳固, 市场占有率同比提升近1pct。

资产收购与股权绑定并举, 构筑旅游零售新生态。中国中免斥资约2.94亿美元收购DFS中国港澳核心门店(DFS香港广东道新太阳广场店除外)及大中华区无形资产, 填补中国澳门高端市内免税市场空白, 显著提升大中华区旅游零售渠道覆盖与主导地位。股权合作方面, LVMH集团及DFS创始人Miller家族将认购公司新发行H股股份, 成为公司股东, 双方将在产品销售、门店开设、品牌推广等多领域展开深度合作。公司将以此交易为契机, 与LVMH探索传统免税及租赁双模式合作, 依托DFS渠道资源助力国潮出海, 同时以中国港澳为压舱石, 加快布局东南亚等海外市场, 开启海外拓展与收并购发展新阶段。

渠道网络持续扩容, 有税与免税双轮驱动。中国中免拥有中国最完整的免税零售渠道, 在全国30多个省份和柬埔寨等地设立了涵盖机场、机上、边境、市内等九大类型约200家免税店, 覆盖超过100个城市。2025年上半年, 公司成功中标广州白云国际机场T3航站楼出境免税店以及磨憨口岸、勐康口岸等多家口岸免税店的经营权。青岛、厦门、哈尔滨等市内店焕新开业, 6家新增城市市内免税店的开业筹备工作稳步推进。公司积极探索“免税+有税”“线下+线上”“进口+国产”的零售新场景, 向“文商旅旅康”多维度融合发展迈进。

国潮出海与海外拓展并举, 探索旅游零售新模式。公司积极落实推动“国货潮品”进入免税渠道的政策, 与同仁堂、华熙生物、巨子生物等多家代表性国潮品牌签署战略合作协议, 推动国潮精品进驻越南、柬埔寨、日本等海外渠道。海外市场方面, 公司首次进入越南市场, 河内内排国际机场与富国国际机场免税店顺利开业。公司积极探索机场商业新模式, 与甘肃民航机场集团携手打造兰州中川国际机场T3航站楼有税商业项目, 引入31个新品牌, 其中19个为甘肃省首店。

盈利预测与投资评级:暂不考虑公司增发H股影响, 我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为36.18/49.91/59.74亿元, 当前股价对应PE分别为41.5X/30.1X/25.1X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险因素:宏观经济与消费复苏风险, 行业竞争加剧风险, 政策落地不及预期风险, 渠道调整风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	67,540	56,474	55,390	60,160	67,756
增长率 YoY %	24.1%	-16.4%	-1.9%	8.6%	12.6%
归属母公司净利润 (百万元)	6,714	4,267	3,618	4,991	5,974
增长率 YoY%	33.5%	-36.4%	-15.2%	38.0%	19.7%
毛利率%	31.8%	32.0%	32.6%	32.5%	32.7%
净资产收益率ROE%	12.5%	7.7%	6.3%	8.1%	8.9%
EPS(摊薄)(元)	3.25	2.06	1.75	2.41	2.89
市盈率 P/E(倍)	22.36	35.18	41.49	30.08	25.13
市净率 P/B(倍)	2.79	2.72	2.60	2.42	2.24

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 3 月 19 日收盘价

目录

1.中国中免：全球免税市场的领跑者，全渠道布局引领发展	7
1.1 战略定位清晰，发展历程积淀深厚	7
1.2 业务结构多元，核心板块贡献稳定	8
1.3 财务表现筑底企稳，转型推动业绩反转	8
2.行业景气度回升，政策红利持续释放	10
2.1 免税行业规模持续扩张，增长潜力充足	10
2.2 政策支持力度加大，多维度利好行业发展	11
2.3 消费升级趋势明显，高端需求持续释放	13
3.核心竞争优势凸显，全链条布局构筑壁垒	14
3.1 全渠道网络布局完善，场景覆盖全面	14
3.2 供应链优势显著，品牌资源丰富	15
3.3 数字化转型赋能，运营效率提升	16
3.4 品牌影响力领先，用户粘性强劲	17
4.盈利预测与投资评级	17
4.1 盈利预测	17
4.2 投资评级	18
5.风险提示	18

图目录

图 1：中国中免公司发展大事记	7
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 9 月 30 日）	7
图 3：2020-2025H1 公司分产品收入及增速（百万元）	8
图 4：2020-2025H1 公司分产品收入占比	8
图 5：2020-2025Q1-Q3 公司营业收入及增速（百万元）	9
图 6：2020-2025Q1-Q3 公司归母净利润及增速（亿元）	9
图 7：2020-2025Q1-Q3 年公司毛利率、归母净利率	9
图 8：2019-2025Q1-Q3 年公司期间费用率	9
图 9：2020-2025H1 中国中免分地区营收比例	10
图 10：全球旅游零售行业市场规模（亿美元）	10
图 11：2024 年中国免税及旅游零售市场份额情况	11
图 12：市内免税政策梳理	12
图 13：2019-2024 年国内出入境人员情况	12
图 14：2019-2025 年居民人均可支配收入情况	13
图 15：中国内地个人奢侈品市场销售额（亿人民币）	13
图 16：中国内地个人奢侈品消费分布（按购买地划分，亿欧元）	13
图 17：中免海口日月广场免税店	14
图 18：中免三亚国际免税城	14
图 19：中免机场免税店	14
图 20：中免机场免税店	14
图 21：中国中免机场免税场景布局整理	15
图 22：cdf 海口国际免税城合作品牌（部分）	16
图 23：中免海南数科产品简介	16
图 24：中免客户服务及会员体系	17
图 25：中国中免业务预测（百万元）	18
图 26：可比公司估值对比	18

投资聚焦:

报告亮点: 深入论证中国中免在全渠道布局、供应链建设、数字化运营和品牌打造等方面的核心竞争优势, 测算公司各业务板块增长潜力, 并结合海南封关运作政策红利与渠道变革趋势, 进行成长性分析, 深入剖析免税行业景气度回升的现状, 用以支撑公司“免税+有税”双轮驱动的增长逻辑。

投资逻辑:

中国中免是全球旅游零售行业领导者, 定位“全球一流”免税服务商, 是国内唯一经国务院授权在全国范围内开展免税业务的专营企业。公司聚焦旅游零售主业, 通过构建全渠道免税网络、全球化供应链体系、精细化会员运营三大生态提升运营效率。2025年上半年公司实现营业收入 281.51 亿元, 主营业务收入中线下收入 197.03 亿元, 线上收入 78.28 亿元, 中免会员人数已突破 4500 万。2025H1 海南离岛免税购物金额同比降幅收窄至 9.2%, 人均免税购物金额同比上升 23.0%至 6754 元, 消费质量提升成为业绩支撑亮点。

政策红利释放, 渠道变革打开新空间。公司依托海南自由贸易港全岛封关运作的历史机遇, 受益于离岛免税政策升级, 在渠道网络扩容、国潮出海、海外拓展、场景融合四大领域实现突破性发展。海南离岛免税政策新增 2 个商品大类和优化调整 3 个商品细类, 允许 6 类国内商品在离岛免税店销售, 政策红利驱动下公司 2025H1 海南离岛免税市场占有率同比提升近 1pct; 公司中标广州白云国际机场 T3 航站楼等多家口岸免税店经营权, 青岛、厦门等市内店焕新开业, 6 家新增城市市内免税店筹备工作稳步推进, 积极探索“免税+有税”“线下+线上”“进口+国产”零售新场景。公司凭借“免税+有税”双轮驱动架构, 叠加文旅融合场景创新与市场化运营机制完善, 成长空间广阔。

免税行业景气回升, 政策红利持续释放。全球免税及旅游零售市场规模稳步恢复, 2024 年达 741.3 亿美元, 同比增长 3%, 恢复至 2019 年的 85.8%, Generation Research 预计 2025 年市场规模将接近 770 亿美元; 2024 年中国出入境人数达 6.1 亿人次, 同比增长 43.9%, 出境游复苏带动机场、港口等口岸免税业务持续增长。离岛免税政策单次购物限额提升至 10 万元, 取消单件商品 8000 元限额, 新增免税品类至 45 类; 市内免税政策批准 10 余个城市开展试点, 单次购物限额提升至 5 万元, 多维度政策优化全面打开行业增长空间。

数字化转型赋能, 全球化布局加速。公司全面推进数字化转型构建“数字中免”生态, 大数据分析实现以销定采; AI 导购、AI 客服等功能上线, 提升运营效率与消费体验。公司与同仁堂、华熙生物等国潮品牌签署战略合作协议, 推动国潮精品进驻越南、柬埔寨、日本等海外渠道, 首次进入越南市场实现海外拓展零的突破, 河内内排国际机场与富国国际机场免税店顺利开业; 与甘肃民航机场集团携手打造兰州中川国际机场 T3 航站楼有税商业项目, 引入 31 个新品牌, 其中 19 个为甘肃省首店。

行业定位: 全球免税市场的核心运营商。公司是国内唯一覆盖离岛、口岸、市内三大免税渠道的零售运营商, 在全国 30 多个省份和柬埔寨等地设立了涵盖机场、机上、边境、市内等九大类型约 200 家免税店, 覆盖超过 100 个城市, 是全球规模最大、渠道最全、品牌最丰富的免税零售商。通过构建“全渠道免税网络+全球化供应链+精细化会员运营”三大生态, 公司从传统免税零售商转型为覆盖商品采购、仓储配送、线上线下销售、会员服务的全链条旅游零售综合服务商, 2024 年以 78.7%的市场份额领跑中国免税及旅游零售行业, 在全球免税市场占据领先地位。

政策红利驱动的全场景旅游零售龙头。公司以海南离岛免税业务为核心抓手，依托海南自贸港封关运作的政策优势，打通“线下门店+线上平台+海外渠道”全场景运营闭环。通过全渠道网络布局、超 1600 个国际品牌的全球化采购体系、超 4500 万人的会员体系三大支柱，形成“离岛免税+口岸免税+市内免税”的全场景免税服务体系，成为连接国际品牌与国内消费者、推动国潮品牌出海的关键节点，助力旅游零售行业高质量发展。

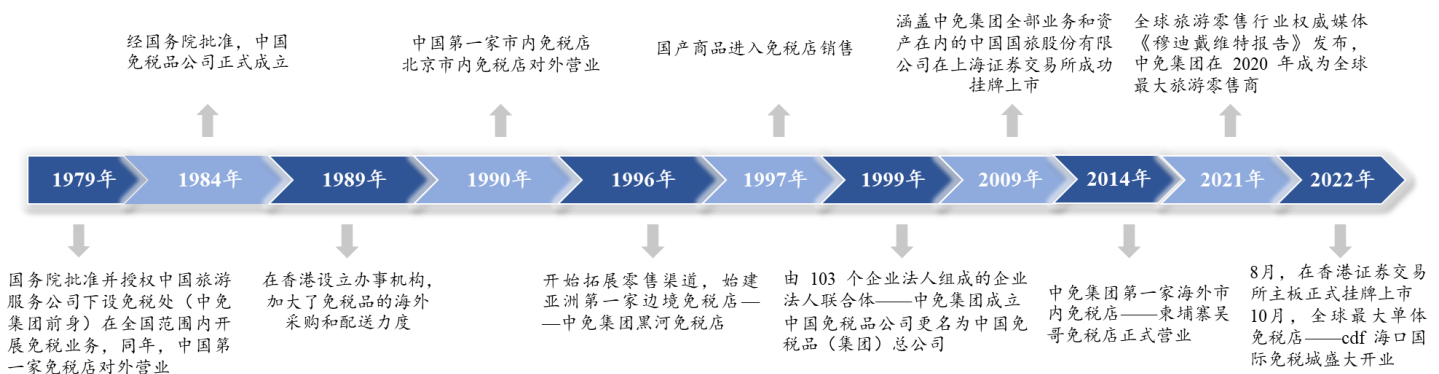
1. 中国中免：全球免税市场的领跑者，全渠道布局引领发展

中国中免作为中国旅游零售行业的领军企业，依托海南自贸港封关运作的政策红利，在渠道网络、供应链能力、会员运营、国潮出海四大领域实现突破性发展。我们认为，公司凭借“免税+有税”双轮驱动架构，叠加文旅融合场景创新与市场化运营机制完善，后续成长空间广阔。

1.1 战略定位清晰，发展历程积淀深厚

中国中免历经四十余年发展，依托国资背景形成全渠道运营格局，成为全球规模领先的免税零售商。中国中免前身为中国出国人员服务总公司，成立于1984年，2009年完成股份制改造，2017年于上海证券交易所上市，是国内唯一覆盖全免税渠道的零售运营商。公司锚定“世界一流旅游零售运营商”战略目标，历经四十余年发展，已构建起“口岸免税+离岛免税+市内免税”三位一体的全渠道运营体系，业务覆盖全国30余个省、市、自治区及海外多个核心城市。

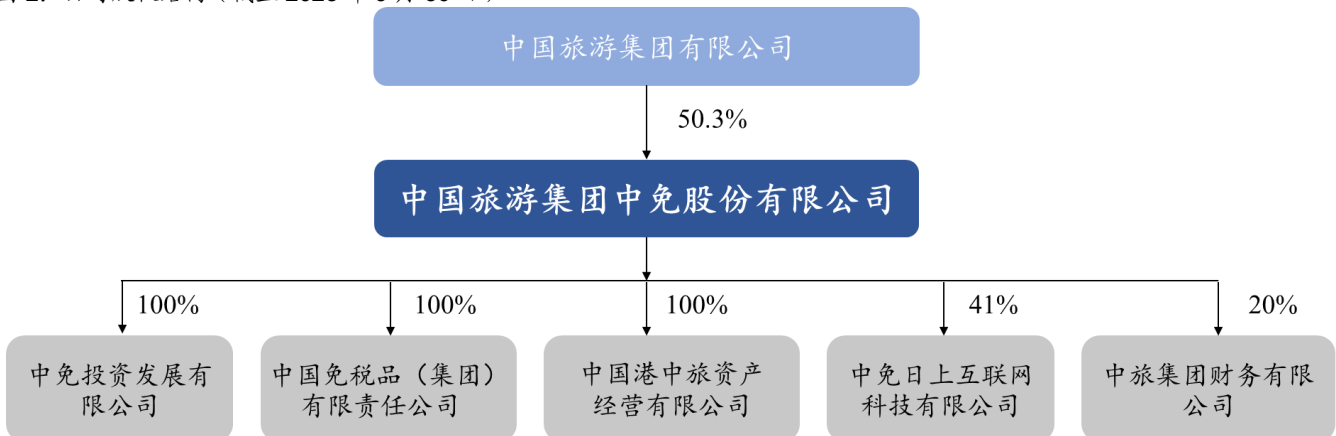
图 1：中国中免公司发展大事记



资料来源：中国中免官网、信达证券研发中心

依靠国资背景企业，凭借政策与资源优势，跃升全球规模最大的免税零售商。公司实际控制人为中国旅游集团有限公司，持股比例达50.3%，国资背景为公司获取政策支持、优质口岸资源及品牌合作提供天然优势。截至2024年底，公司拥有员工总数逾1.5万人，是全球规模最大、渠道最全、品牌最丰富的免税零售商。

图 2：公司股权结构（截至2025年9月30日）

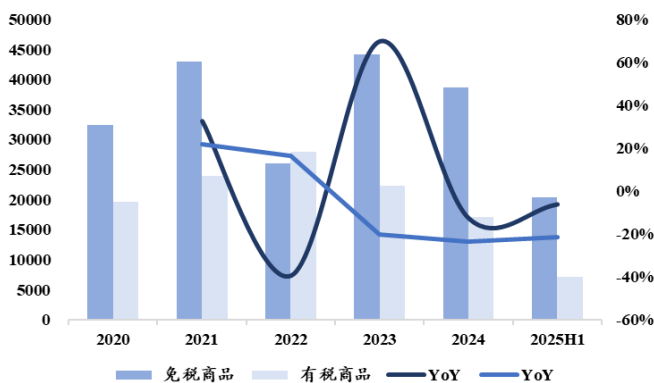


资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心

1.2 业务结构多元，核心板块贡献稳定

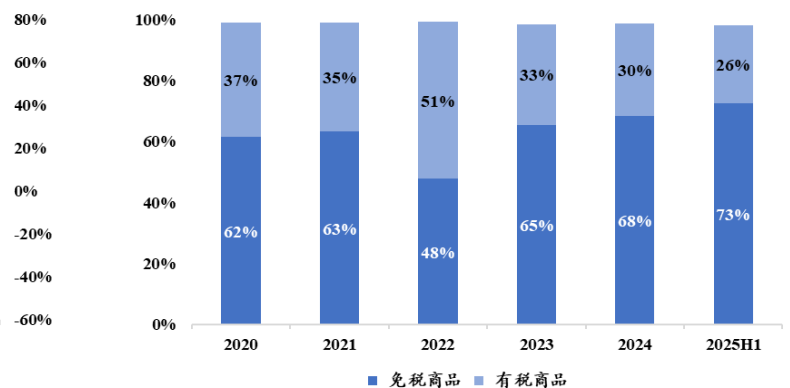
以免税商品销售为核心，公司四大免税渠道各有增长亮点，业务结构呈现多元且稳健的特征。公司核心业务涵盖免税商品销售、有税商品销售及配套服务三大板块，其中免税商品销售为核心收入来源，2024年占营业收入比重达68.5%。据海口海关统计，2024年全年海南离岛免税购物金额达309.4亿元，同比下降29.3%。而公司海南地区营收288.92亿元，收入占比达51.2%，离岛免税作为公司第一大收入来源，核心项目包括三亚国际免税城、海口国际免税城、琼海博鳌免税店等，其中三亚市内免税店2024年销售额达204.18亿元。口岸免税覆盖机场、港口、火车站等核心交通枢纽，2024年中标昆明长水、山东港口青岛游轮母港客运中心出境免税店等10个机场及口岸免税项目经营权，国际航线复苏带动口岸免税业务快速增长，境内出入境免税门店销售实现大幅增长。市内免税受益于政策试点扩容，已在上海、北京、成都等城市开设市内免税店。线上渠道依托“中免日上”APP、小程序等平台，截至2025H1，中免会员人数已突破4500万，线上渠道已成为公司重要的增量渠道，用户转化率及会员复购率均同比提升。

图 3: 2020-2025H1 公司分产品收入及增速 (百万元)



资料来源: iFind、信达证券研发中心

图 4: 2020-2025H1 公司分产品收入占比

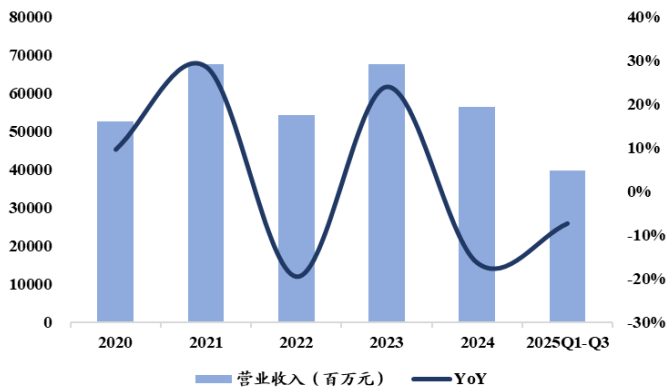


资料来源: iFind、信达证券研发中心

1.3 财务表现筑底企稳，转型推动业绩反转

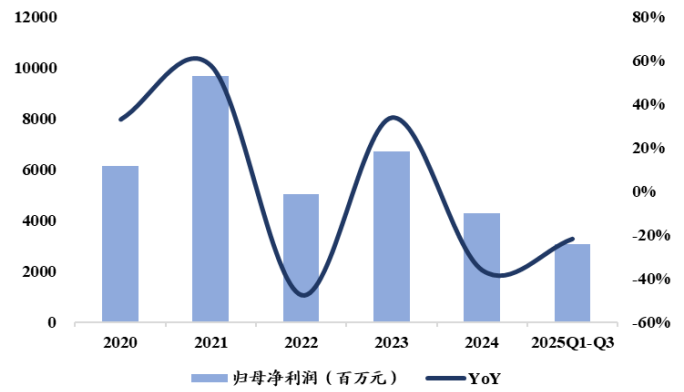
公司2025H1虽营收利润仍处调整期，但核心指标降幅收窄、运营效率提升，已显现底部企稳迹象。根据公司2025年三季报，25Q1-Q3实现营业收入398.62亿元，yoy-7.34%，归母净利润30.52亿元，yoy-22.13%，尽管仍呈双降态势，但相较于2024年全年营收16.38%、净利润36.44%的降幅，收缩趋势明显，反映市场调整压力逐步缓解。据海口海关统计数据，2025年1-6月海南离岛免税购物金额同比降幅收窄至9.2%，较前期大幅改善，叠加人均免税购物金额同比上升23.0%至6754元，消费质量提升成为业绩支撑亮点。

图 5: 2020-2025Q1-Q3 公司营业收入及增速 (百万元)



资料来源: iFind、信达证券研发中心

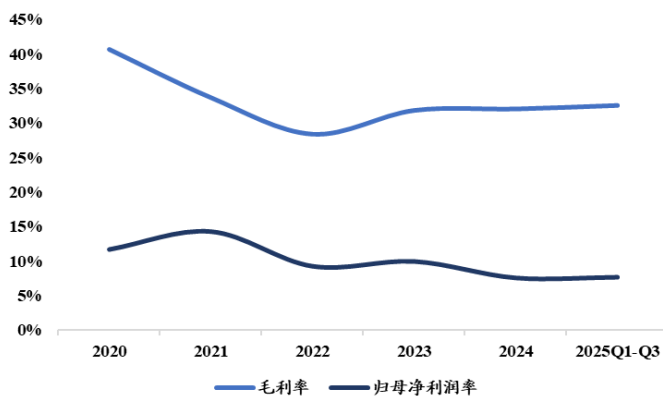
图 6: 2020-2025Q1-Q3 公司归母净利润及增速 (亿元)



资料来源: iFind、信达证券研发中心

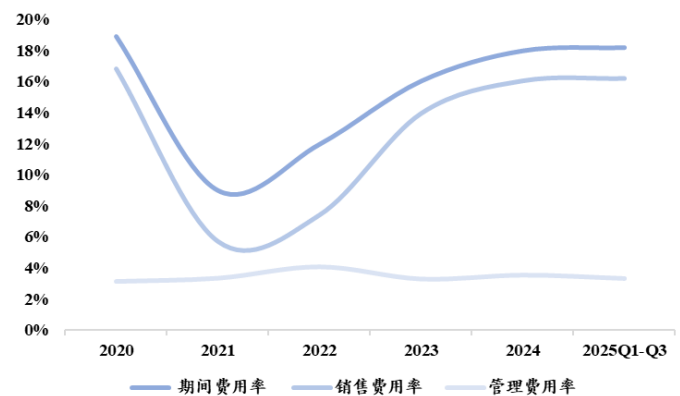
盈利能力结构优化, 免税主业韧性凸显, 费用管控成效显著。2025 前三季度公司整体毛利率为 32.54%, 同比仅微降 0.58pct, 其中免税业务毛利率维持 50%以上的高位水平, 展现出核心业务的盈利韧性; 虽受有税业务战略收缩影响整体盈利略有承压, 但公司通过关闭低效门店、聚焦高毛利品类, 为后续盈利修复奠定基础。费用端管控成效突出, 2025 前三季度期间费用率同比增长 0.59pct, 其中销售费用率同比增加 0.4pct, 公司在收入调整期实现费用率稳步优化, 降本增效成果逐步显现。据海口海关数据, 2025 年 9 月海南离岛免税月度销售额同比增长 3.4%, 获近 18 个月以来正增长, 公司在海南区域各店深化“免税+文旅”场景融合, 通过“免税+体验+社交”的复合模式, 将免税购物空间升级为综合型文旅目的地。

图 7: 2020-2025Q1-Q3 年公司毛利率、归母净利率



资料来源: iFind、信达证券研发中心

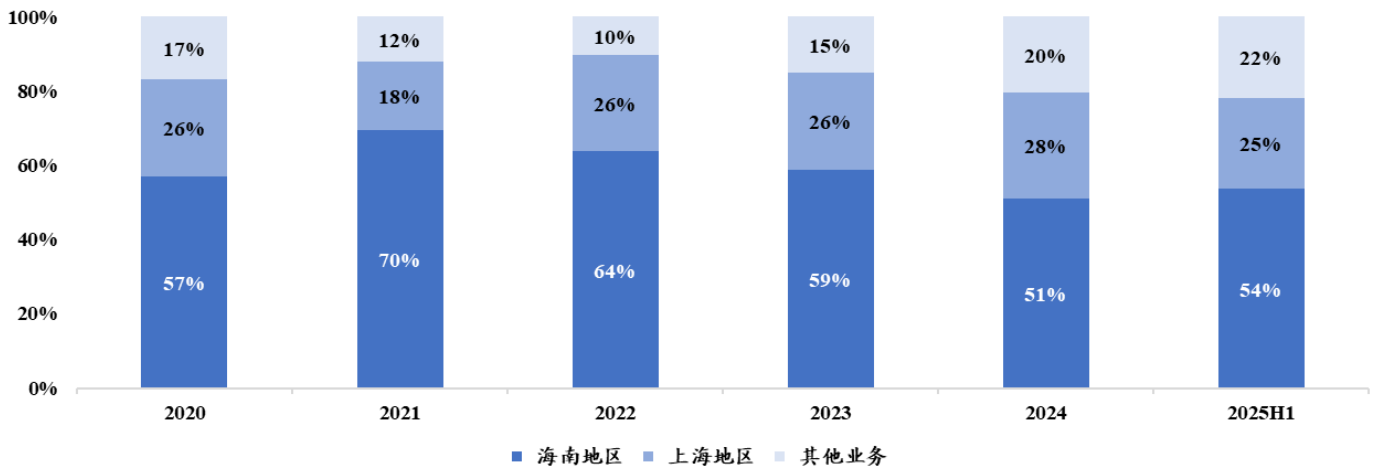
图 8: 2019-2025Q1-Q3 年公司期间费用率



资料来源: iFind、信达证券研发中心

多维度转型破局, 新增长极加速培育, 反转基础持续夯实。面对行业挑战, 公司加速推进战略转型, 核心市场优势进一步巩固, 截至 2025H1 中免海南离岛免税市场占有率同比提升近 1 个百分点, 三亚国际免税城成功挂牌国家 AAAA 级旅游景区, 新引进超 60 个品牌强化供给能力。渠道布局多点突破, 中标广州白云机场 T3 航站楼等多个口岸免税店经营权, 青岛、厦门等市内店焕新开业并探索“免税+有税”融合模式, 海外业务首次进入越南市场实现零的突破。同时, 数字化运营持续深化, 2025H1 公司会员人数突破 4500 万, 存货周转率同比提升, 运营效率提升与新业务拓展共同构筑起业绩反转的核心支撑。

图 9: 2020-2025H1 中国中免分地区营收比例



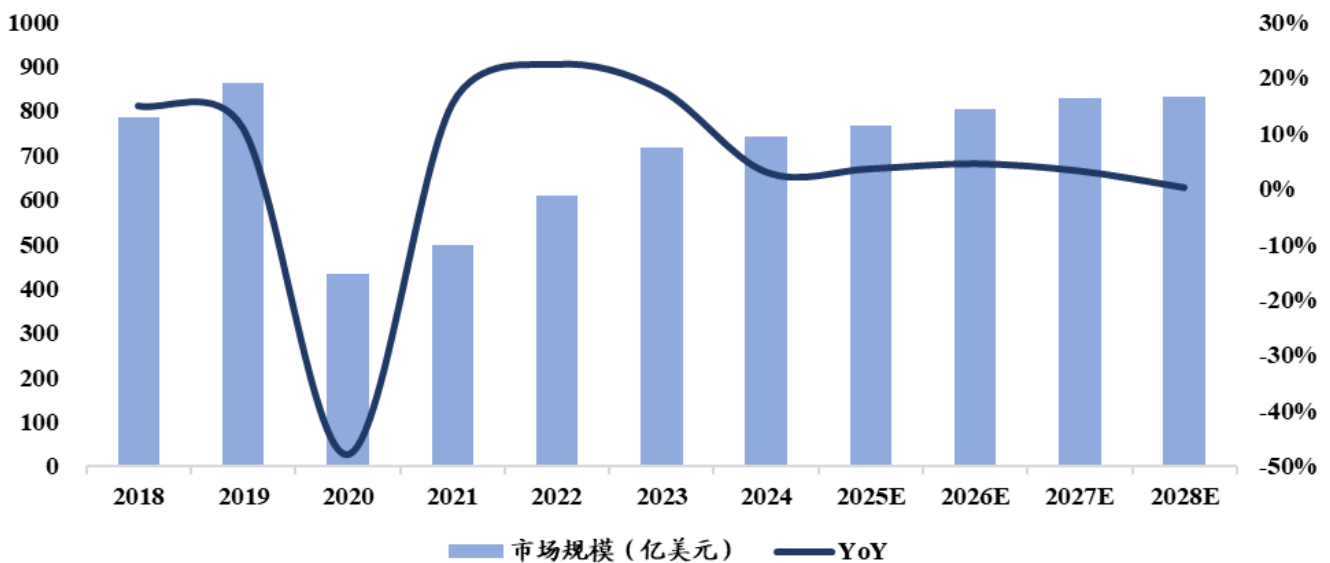
资料来源: 公司年报, iFind, 信达证券研发中心

2. 行业景气度回升, 政策红利持续释放

2.1 免税行业规模持续扩张, 增长潜力充足

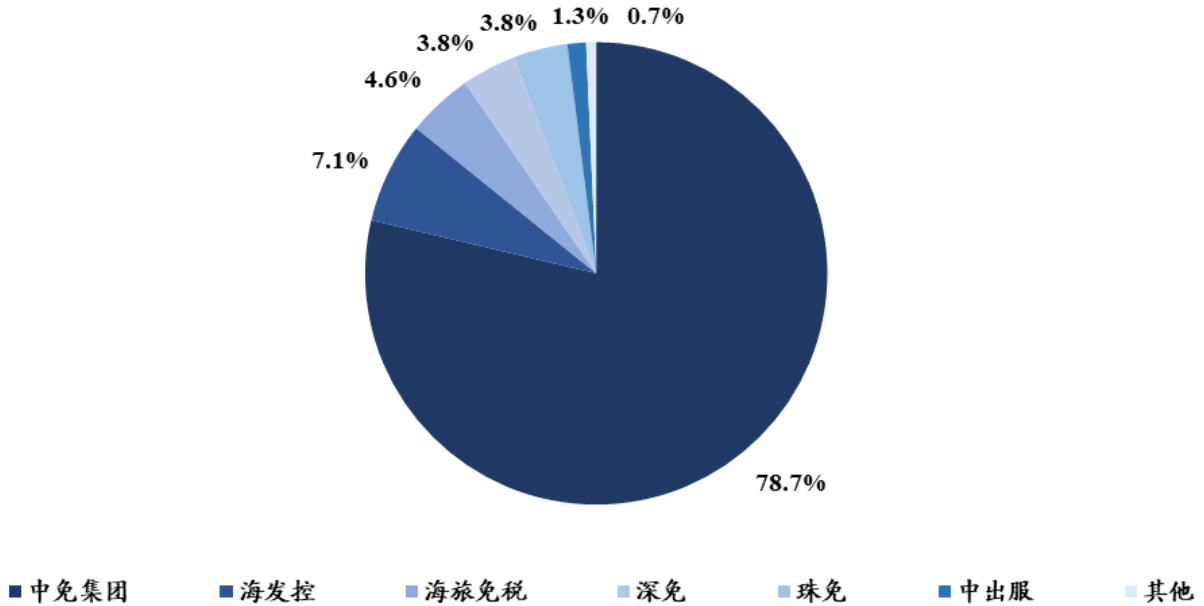
中国免税行业依托消费与行业双重利好实现规模扩张, 品类结构向美妆、轻奢等方向升级。中国免税行业受益于居民消费升级、出境游复苏及政策支持, 近年来规模持续扩张。据《2024-2025 中免消费白皮书》, 2024 年全球免税及旅游零售市场规模 741.3 亿美元, 同比增长 3%, 恢复至 2019 年的 85.8%。随着消费信心恢复、国际航线进一步复苏及市内免税政策落地, Generation Research 预计 2025 年市场规模将接近 770 亿美元, 2028 年有望超 830 亿美元, 2025 至 2028 年均复合增长率维持在 2.7%。从市场竞争结构看, 2024 年中免集团以 78.7% 的市场份额领跑行业, 远超其他同行, 其全渠道布局、供应链、会员价值经营及资本与科技驱动等优势帮助稳固行业领先地位。

图 10: 全球旅游零售行业市场规模 (亿美元)



资料来源: Generation Research, 《2024-2025 中免消费白皮书》, 信达证券研发中心

图 11: 2024 年中国免税及旅游零售市场份额情况



资料来源:《2024-2025 中免消费白皮书》, 数字 100, 信达证券研发中心

2.2 政策支持力度加大, 多维度利好行业发展

国内免税行业迎来多维度政策利好, 从离岛到市内、从线下到线上的政策优化全面打开行业增长空间。离岛免税政策优化方面, 自 2020 年海南离岛免税政策放宽, 单次购物限额提升至 10 万元, 取消单件商品 8000 元限额, 新增免税品类至 45 类。2025 年商品品类扩容至 47 类, 新增宠物用品、可随身携带的乐器 2 个大类, 并优化小家电、电子消费产品及平板电脑 3 个大类, 同时允许服装服饰、鞋帽、陶瓷制品、丝巾、咖啡、茶 6 类国内商品进入离岛免税店销售, 视同出口并退(免)增值税及消费税。

政策优化带动海南离岛免税销售额快速增长。据海南省发展和改革委员会, 2024 年海南免税销售额达 470.3 亿元, 据海口海关数据, 2025 年 9/10/11 月海南离岛免税销售额分别为 17.33/24.25/23.79 亿元, 当月同比增速分别为 3.4%/13.1%/27.1%, 同比增速持续扩大, 其中 9 月离岛免税销售额当月同比为继 2024 年 3 月后连续 17 个月同比下滑后首次回正, 触底反弹。随后政策利好持续加码, 11 月 1 日起优化后的离岛免税政策正式实施, 11 月 1 日-17 日离岛免税销售金额达 13.25 亿元, 同比增长 28.52%, 为封关后的良好增长奠定坚实基础。海南自贸港全岛封关运作后, 离岛免税政策红利集中释放, 消费市场持续火热、销售额屡创新高。2025 年 12 月 18 日封关首日, 根据海口海关统计, 全岛离岛免税购物金额达 1.61 亿元, 同比大幅增长 61%, 购物人数 2.48 万人次、购物件数 11.8 万件, 分别同比增长 53.1%/25.5%, 实现政策落地“开门红”。随后市场热度不减, 据三亚市商务局数据, 12 月 18 日-20 日三亚全市免税销售额连续 3 日突破 1 亿元, 其中 12 月 19 日/20 日销售额分别达 1.05 亿元/1.08 亿元, 同比分别增长 45.8%/47%; 封关首周(12 月 18 日-24 日)海口海关监管全岛离岛免税购物金额达 11 亿元, 同比增长 54.9%, 三亚单周免税销售额 7.36 亿元, 同比增长 48.2%, 更创下一周六日销售额破亿的亮眼表现。香化美妆、高端饰品、腕表、电子消费产品等品类持续领跑, 成为拉动免税消费增长的核心主力, 充分展现出封关运作下海南离岛免税市场的强劲活力与增长潜力。

市内免税政策落地方面,2024 年 8 月, 经国务院同意, 财政部等五部门联合印发《关
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 11

于完善市内免税店政策的通知》，新增广州、成都、深圳、天津、武汉、西安、长沙、福州等城市开展市内免税店试点，叠加北京、上海等原有试点，全国已在 10 余个重点城市布局市内免税店，形成覆盖全国主要消费枢纽的政策网络。政策明确，市内免税店销售对象为即将于 60 日内出境的旅客，包括中国公民与外籍人士，实行市内购买、口岸离境提货模式，商品以自用合理数量为限，不设购物金额限额。市内免税店有效补充了海南离岛免税、口岸免税的消费场景，打通出境前前置消费渠道，成为免税行业重要的新增量与新增长引擎。

图 12: 市内免税政策梳理

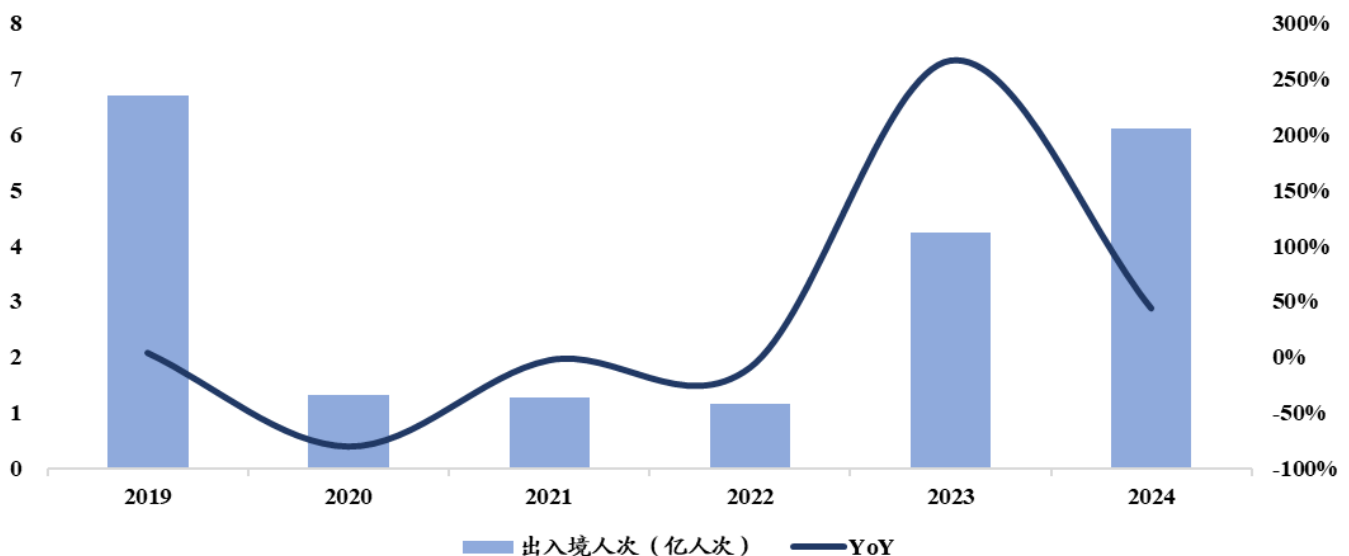
时间	文件名	市内免税政策内容
2020年3月	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	提出完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店
2022年4月	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	再次明确完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店
2024年8月1日	《关于完善市内免税店政策的通知》（财关税〔2024〕19号）	1. 明确北京、上海、青岛、大连、厦门、三亚6家中免市内免税店适用《市内免税店管理暂行办法》； 2. 13家外汇商品免税店3个月内转型为市内免税店； 3. 新增8个城市各设1家市内免税店； 4. 自2024年10月1日起施行
2024年8月27日	《市内免税店管理暂行办法》	1. 销售对象为60日内出境旅客（含中国籍）； 2. 提货方式为市内购买、口岸离境提货； 3. 进口商品免征关税、进口环节增值税、消费税，国产品视同出口退（免）税； 4. 经营品类以便携消费品为主，鼓励销售国货“潮品”
2025年10月30日	《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》	1. 扩大经营品类，新增手机、微型无人机、运动用品等； 2. 支持销售国产品，优化退（免）税流程； 3. 允许市内免税店与口岸进境免税店联动预订提货； 4. 支持网上预订服务； 5. 自2025年11月1日起施行

资料来源：中国国家发展和改革委员会，中国政府网，中国新闻网，央广网，信达证券研发中心

跨境电商监管完善方面，2024 年海关总署出台跨境电商零售进口新政策，优化监管流程，降低通关成本，同时扩大跨境电商进口商品清单，为线上业务发展提供政策保障，2024 年中国跨境电商零售进口规模达 5552.5 亿元，同比增长 4.1%，占货物贸易进口总值的 3%，增长空间广阔。

出境游复苏带动口岸免税方面，2024 年中国出入境人数达 6.1 亿人次，同比增长 43.9%，内地居民出入境达 2.91 亿人次、外国人 6488.2 万人次，同比分别上升 41.3%/82.9%。其中，免签入境外国人 2011.5 万人次，同比上升 112.3%。随着国际航线进一步加密、签证政策放宽，我们预计预计 2025 年出境游人数或将恢复至 2019 年水平，带动机场、港口等口岸免税业务持续增长。

图 13: 2019-2024 年国内出入境人员情况

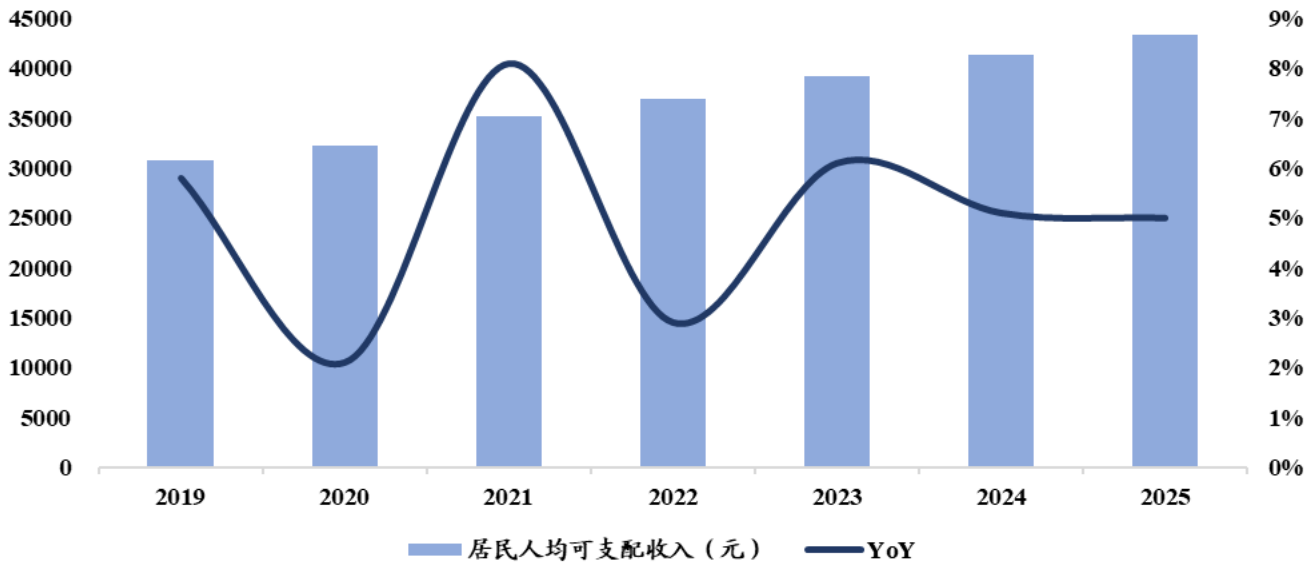


资料来源：国家移民管理局，中国政府网，信达证券研发中心

2.3 消费升级趋势明显，高端需求持续释放

居民收入提升与消费群体结构变化推动免税消费高端化、多元化，成为行业增长的核心驱动力。随着居民可支配收入提升、消费观念转变，中国消费者对高品质、个性化商品的需求持续增长。2025年中国居民人均可支配收入达4.34万元，扣除价格因素，同比实际增长5.0%。高收入群体对免税商品的消费频次、客单价均显著高于普通消费者。同时，年轻消费群体成为免税消费主力，该群体更注重品牌、品质与体验，对美妆、轻奢、数码等品类需求旺盛，推动免税商品结构向高端化、多元化升级。

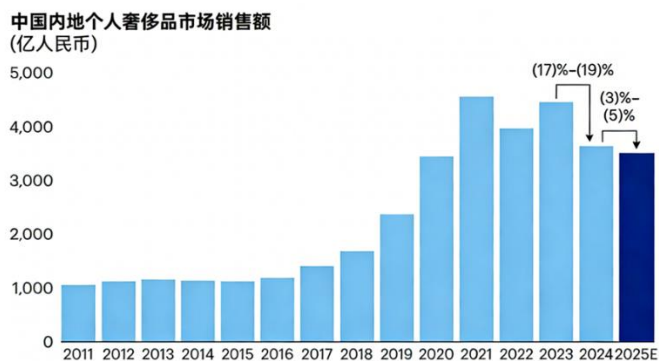
图 14：2019-2025 年居民人均可支配收入情况



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

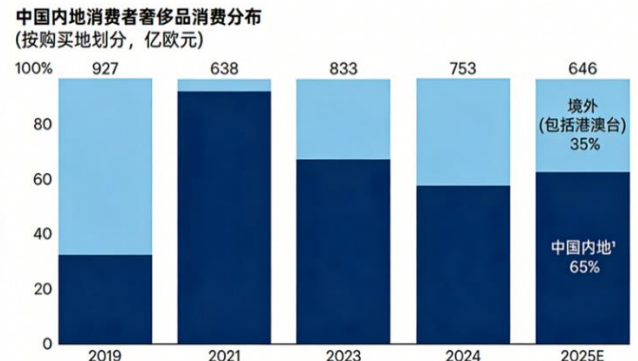
高端需求有望迎来温和复苏及持续释放。据贝恩数据显示，2025年中国内地个人奢侈品市场同比降幅已显著收窄至3%-5%，较2024年17%-19%的深度调整明显改善，且自2025年下半年起呈现季度环比回暖，2025Q4市场延续复苏态势，服饰及皮具箱包品类表现尤为亮眼。此外，境内消费占比提升至65%，消费回流趋势巩固，为后续复苏奠定基础。科尔尼对3000名高端消费者调研进一步印证，80%受访者对宏观经济向好持积极预期、82%认可政策支持效应，尽管短期人均奢侈品支出小幅回落4%，但中年高收入、一线核心客群消费韧性突出，美妆、珠宝、小型配饰等品类抗跌性更强，市场由“规模扩张”转向“价值驱动”的高质量增长通道。2026年中国奢侈品市场有望告别调整，消费信心修复、核心客群稳定、境内消费场景完善将共同推动高端需求有序释放，结构优化与品质升级成为行业主线。

图 15：中国内地个人奢侈品市场销售额（亿人民币）



资料来源：贝恩分析，2025年贝恩-意大利奢侈品协会全球奢侈品报告，信达证券研发中心

图 16：中国内地个人奢侈品消费分布（按购买地划分，亿欧元）



资料来源：贝恩分析，2025年贝恩-意大利奢侈品协会全球奢侈品报告，Global Blue，信达证券研发中心

注：不包括入境游客购买的免税商品

3. 核心竞争优势凸显，全链条布局构筑壁垒

3.1 全渠道网络布局完善，场景覆盖全面

中国中免是国内唯一覆盖四大免税渠道的运营商，全场景布局实现渠道协同，会员体系进一步提升用户粘性。公司是国内唯一覆盖离岛、口岸、市内三大免税渠道的运营商，场景覆盖消费者“出入境、离岛、本地消费”全旅程。在离岛免税领域，公司拥有三亚国际免税城、海口国际免税城等核心项目，总建筑面积超 40 万平方米；在口岸免税领域，覆盖全国 20 余个核心机场、10 余个港口及火车站，其中北京大兴、上海浦东等核心机场免税店占据经营权；在市内免税领域，率先在上海、北京等核心城市布局试点门店，先发优势明显；在线上领域，“中免日上”平台已成为国内领先的电商平台，实现“线上下单、线下提货”“线上购买、邮寄到家”等多种履约模式。全渠道布局不仅提升了公司的市场覆盖率，还实现了各渠道协同发展，通过线上引流、线下体验、会员共享等方式，提升消费者复购率与客单价，2025H1 中免会员人数已突破 4500 万人。

图 17：中免海口日月广场免税店



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 18：中免三亚国际免税城



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 19：中免机场免税店



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 20：中免机场免税店



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 21: 中国中免机场免税场景布局整理

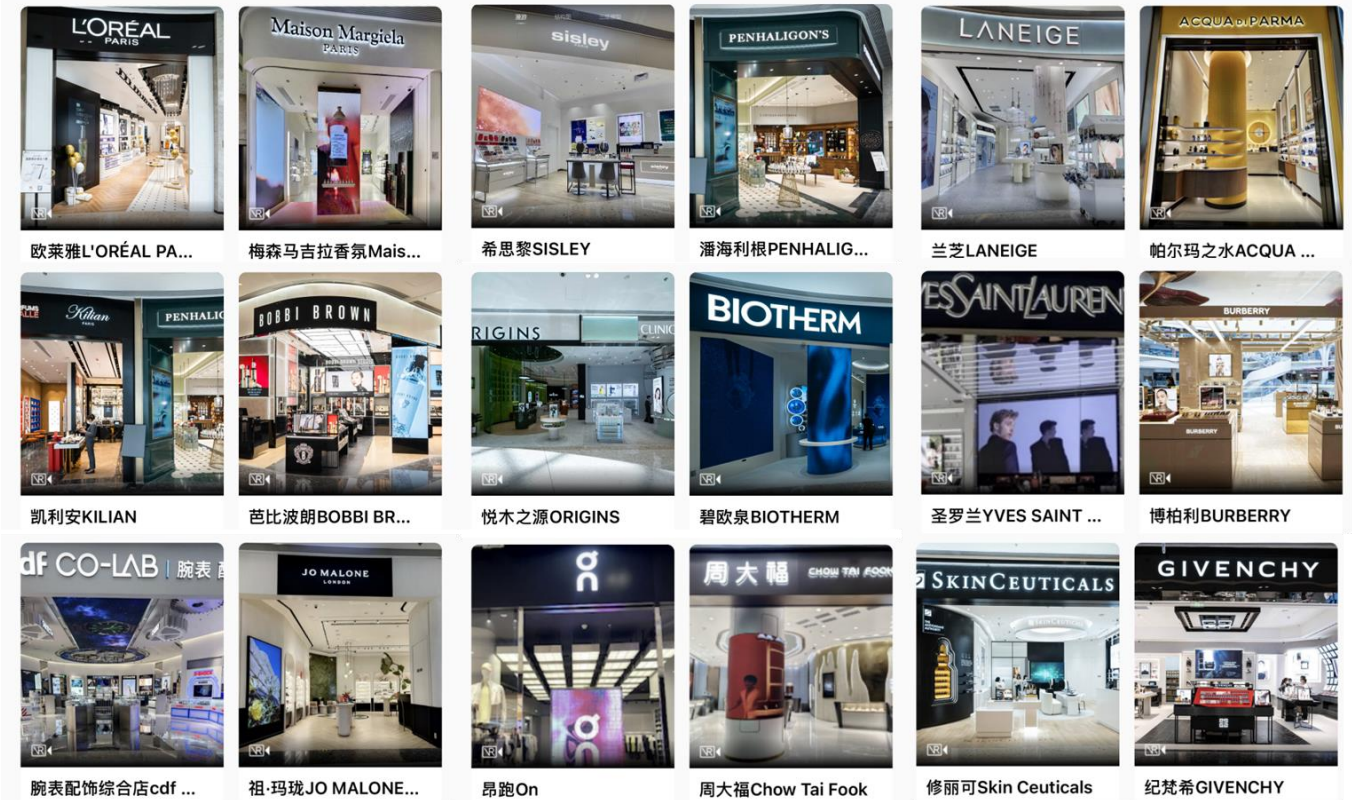
国内核心枢纽机场			
机场名称	覆盖标段/区域	运营状态	核心信息
北京首都国际机场	T3 航站楼进出境免税店	2026年2月11日正式运营	首年保底经营费 48027 万元, 提成比例 5%; 北方出境客单价最高口岸, 锁定华北高净值客群与全国中转客流
上海浦东国际机场	T2 航站楼、S2 卫星厅进出境免税店	2026 年 1 月 1 日正式运营	与上海机场集团成立合资公司(机场持股 49%), 采用“保底租金+提成+股权投资”模式; 首批引入近千款产品, 后续计划新增 150+新品牌、10+子品类
上海虹桥国际机场	T1 航站楼进出境免税店	2026 年 1 月 1 日正式运营	与浦东 T2/S2 为同一运营合作模式; 开业享双倍积分+满额折扣等优惠, 覆盖进口香化、高端烟酒等核心品类
广州/成都国际机场	全机场进出境免税相关区域	已运营	官方披露核心布局机场, 纳入中免全球近 200 家免税店网络
海南自贸港核心机场(离岛免税核心场景, 已运营)			
机场名称	覆盖标段/区域	核心信息	
海口美兰国际机场	机场配套离岛免税相关场景(联动海口国际免税城)	依托海南封关政策, 物流提速 35%, 集结近千品牌; 2025 年海南自贸港航空旅客吞吐量突破 5000 万人次, 封关首周销售额破 11 亿元	
三亚凤凰国际机场	机场配套离岛免税相关场景(联动三亚国际免税城)	承接离岛免税“即买即提”政策, 客流与销售额增长显著	
港澳地区机场及旅游零售场景(收购布局, 待交割运营)			
机场名称	覆盖标段/区域	运营状态	核心信息
中国香港/中国澳门	DFS 旗下港澳地区机场相关旅游零售业务+全域旅游零售门店(DFS 中国香港广东道新太阳广场店除外)	2026 年 1 月达成收购协议, 3 月 19 日完成收购	收购 DFS 港澳旅游零售业务及大中华区无形资产(含品牌/IP 独家使用权); 辐射粤港澳大湾区, 打造国潮出海平台, 助力港澳零售经济发展
国内区域特色机场(已运营, 补充布局)			
机场名称	覆盖标段/区域	核心信息	
武汉机场	机场内品牌店中店	与英国 Travel Blue 合作开设, 完善华中区域机场免税布局	
西安咸阳国际机场	机场配套免税场景(联动西安市内免税店)	依托机场客流实现“机场+市内”免税场景协同, 覆盖西北区域出境/中转旅客需求	

资料来源: 公司公告, 中免投资者关系公众号, 免税零售专家, 信达证券研发中心

3.2 供应链优势显著, 品牌资源丰富

构建全球化采购与高效供应链体系, 规模优势带来成本控制能力, 丰富的品牌资源满足多样化消费需求。公司凭借规模优势与行业地位, 构建了全球化的采购网络与完善的供应链体系。截至 2025H1, 公司已与约 1600 个国际品牌建立直接合作关系, 涵盖蔻驰、雅诗兰黛、兰蔻、迪奥、海蓝之谜等国际一线品牌, 其中中免集团与雅诗兰黛、海蓝之谜等品牌携手打造独家套装, 联动周大福、汾酒推出免税专款及联名产品, 为消费者带来更丰富高端的正品牌选择。在供应链效率方面, 公司建立了北京、上海、大连、青岛、深圳、三亚、海口和中国香港八大海关监管物流中心, 采用先进的监控体系提升物流效率和水平, 实现商品采购、仓储、配送全流程数字化管理。在商品丰富度方面, 公司已形成含精品、香化、研究等全品类、超 36 万 SKU 的商品矩阵, 并在 2024 年成功引入超 200 个新品牌, 独家发售 19 个系列超 500 款全球限量款商品, 商品竞争力持续增强, 能够满足不同消费者的多样化需求。

图 22: cdf 海口国际免税城合作品牌 (部分)



资料来源: 公司官方微信小程序, 信达证券研发中心

3.3 数字化转型赋能, 运营效率提升

全面推进数字化转型构建“数字中免”生态, 多板块数字化应用实现降本增效并提升消费体验。公司积极推进数字化转型, 构建了“数字中免”生态体系, 涵盖采购、营销、运营、服务四大板块。在采购方面, 深入推进供应链体系变革, 通过采供销协同、流程再造、资源整合和业务数字化, 实现供应链的高效运行; 在数字化营销方面, 通过会员管理系统、精准推送系统、直播电商等方式, 提升营销转化率; 在运营方面, 深化供应链采购、履约等核心系统应用, 支持业务运营, 同时数智赋能提升运营效率; 在数字化服务方面, 推出“中免日上”APP、小程序、自助提货等数字化服务工具, 提升消费者购物体验。此外, 公司积极运用 AI+ 技术赋能业务发展, 通过搭建 AI 开发平台、智能客服工作台及上线 AI 购物助手, 强化推荐场景及搜索场景等基础建设, 实现数据要素实时赋能提升运营效率。

图 23: 中免海南数科产品简介



资料来源: 中免海南数科官网, 信达证券研发中心

3.4 品牌影响力领先，用户粘性强劲

公司凭借行业积淀与全渠道布局形成高品牌认知度，四级会员体系打造高粘性的用户生态。中国中免作为国内免税行业的龙头企业，凭借四十余年的行业积淀与全渠道布局，已形成强大的品牌影响力。根据世界品牌实验室 2024 年 6 月发布的“2024 年中国 500 最具价值品牌”榜单，“中免集团”品牌价值为 1293.47 亿元，蝉联旅游服务行业第一。在消费者认知层面，公司通过加强营销推广，全面提升品牌价值，并充分联动政府消费券、国补等政策有效激发消费者购物热情。公司通过会员体系建设提升用户粘性，推出普卡、银卡、金卡、铂金卡、钻石卡五级会员体系，提供积分兑换、专属折扣、优先购、机场接送等增值服务。分层运营的会员价值管理体系实现了新客群体与高净值客群的双轮驱动，过去一年内累计消费超 10 万且精品类消费占 70% 以上的高净值会员年均消费频次超过会员整体水平的 3 倍，人均消费金额亦超过会员整体水平的 30 倍，充分释放高端核心客群的消费潜力。

图 24：中免客户服务及会员体系



资料来源：公司官方微信小程序，信达证券研发中心

4. 盈利预测与投资评级

4.1 盈利预测

基于行业趋势与公司各区域增长逻辑，对中国中免业务进行分区域维度盈利预测，整体业绩将保持稳步增长。基于行业发展趋势、公司竞争优势及政策红利，我们对公司各业务板块进行如下预测：离岛免税受益于海南旅游复苏、政策优化及新项目开业，预计 2025-2027 年收入分别-1%/+12%/+15%，毛利率维持在 24%左右。上海地区免税随着出境游持续复苏、核心机场客流量回升，预计 2025-2027 年收入分别-10%/-1%/+5%，毛利率维持在 26%左右。其他业务层面，市内免税政策试点范围持续扩大、门店数量增加，预计 2025-2027 年收入分别+7%/+12%/+15%，毛利率维持在 60%左右。综合来看，预计公司 2025-2027 年营业收入分别-1.9%/+8.6%/+12.6%；归母净利润分别-15.2%/+38%/+19.7%。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 17

图 25: 中国中免业务预测 (百万元)

单位: 百万元	2023A	2024A	2025H1	2025E	2026E	2027E
海南地区	39,650.38	28,891.84	15,030.76	28602.92	32035.27	36840.57
yoy	14.25%	-27.13%	-10.45%	-1.00%	12.00%	15.00%
毛利率	25.76%	23.73%	20.35%	24.00%	23.60%	23.70%
上海地区	17,821.23	16,034.69	6,870.19	14431.23	14286.91	15001.26
yoy	25.99%	-10.02%	-19.18%	-10.00%	-1.00%	5.00%
毛利率	23.80%	25.80%	24.70%	26.00%	26.00%	26.00%
其他业务	10,068.49	11,547.31	6,115.55	12355.62	13838.30	15914.04
yoy	80.35%	14.69%	4.38%	7.00%	12.00%	15.00%
毛利率	69.86%	61.44%	82.87%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源: iFinD、公司公告、信达证券研发中心

4.2 投资评级

中国中免估值显著低于行业平均水平, 叠加核心竞争优势与业绩增长确定性, 具备较高投资价值。在免税行业中, 选取王府井、珠免集团、海南机场等作为可比公司, 2026 年可比公司平均 PE 为 45.9X, 而中国中免 2026 年 PE 为 30.1X, 低于行业平均水平。考虑到公司作为行业龙头, 具备政策红利加持、全渠道布局、供应链优势及数字化赋能等核心竞争力, 未来业绩增长确定性强, 估值有望修复。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图 26: 可比公司估值对比

证券代码	证券名称	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600859.SH	王府井	12.88	0.21	0.34	0.43	61.13	37.82	29.94
600185.SH	珠免集团	6.30	-0.56	0.25	0.33	-11.25	25.38	18.91
600515.SH	海南机场	3.75	0.03	0.05	0.06	112.75	74.51	59.02
	行业平均					54.21	45.90	35.96
601888.SH	中国中免	72.56	1.75	2.41	2.89	41.49	30.08	25.13

资料来源: Wind、信达证券研发中心 (估值日期: 采用 2026 年 3 月 19 日收盘价, 除中国中免外, 其余一致预期来自于 Wind)

5. 风险提示

宏观经济与消费复苏风险。全球及中国宏观经济的周期性波动, 国内消费需求恢复不及预期, 高端消费持续疲软, 或将影响公司免税商品销售及客单价提升。

行业竞争加剧风险。免税牌照逐步放开, 海旅投、王府井等竞争者持续扩张, 跨境电商、代购等分流消费, 公司市场份额及价格优势可能受到侵蚀。

政策落地不及预期风险。海南封关运作、市内免税店政策效果存在不确定性, 若政策推进或消费回流不及预期, 或将影响公司业绩增长。

渠道调整风险。京沪机场免税经营权调整、租金模式变化等可能影响公司短期收入及盈利能力。

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	58,456	55,960	59,121	65,196	72,652
货币资金	31,838	34,817	38,726	43,434	48,637
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	139	67	65	67	75
预付账款	482	839	747	812	912
存货	21,057	17,348	16,651	17,869	19,883
其他	4,940	2,889	2,932	3,014	3,145
非流动资产	20,414	20,300	20,074	19,693	19,340
长期股权投资	2,200	3,670	3,672	3,675	3,681
固定资产(合计)	6,292	6,088	5,881	5,679	5,499
无形资产	2,128	1,940	2,149	2,124	2,100
其他	9,794	8,602	8,373	8,216	8,061
资产总计	78,869	76,260	79,195	84,889	91,991
流动负债	15,329	10,969	11,127	12,156	13,597
短期借款	369	233	233	233	233
应付票据	37	32	31	34	38
应付账款	6,366	4,685	4,862	5,282	5,932
其他	8,556	6,020	6,001	6,608	7,394
非流动负债	4,359	4,343	4,313	4,313	4,313
长期借款	2,522	2,567	2,567	2,567	2,567
其他	1,837	1,776	1,746	1,746	1,746
负债合计	19,688	15,312	15,440	16,469	17,910
少数股东权益	5,348	5,852	6,116	6,503	7,044
归属母公司股东权益	53,834	55,097	57,640	61,918	67,038
负债和股东权益	78,869	76,260	79,195	84,889	91,991

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	67,540	56,474	55,390	60,160	67,756
同比(%)	24.1%	-16.4%	-1.9%	8.6%	12.6%
归属母公司净利润	6,714	4,267	3,618	4,991	5,974
同比(%)	33.5%	-36.4%	-15.2%	38.0%	19.7%
毛利率(%)	31.8%	32.0%	32.6%	32.5%	32.7%
ROE%	12.5%	7.7%	6.3%	8.1%	8.9%
EPS(摊薄)(元)	3.25	2.06	1.75	2.41	2.89
P/E	22.36	35.18	41.49	30.08	25.13
P/B	2.79	2.72	2.60	2.42	2.24
EV/EBITDA	16.33	16.24	23.07	15.89	12.46

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	67,540	56,474	55,390	60,160	67,756
营业成本	46,049	38,385	37,360	40,583	45,576
营业税金及附加	1,644	1,268	1,274	1,324	1,511
销售费用	9,421	9,063	9,970	9,505	10,367
管理费用	2,208	1,989	2,105	2,106	2,168
研发费用	58	20	17	12	14
财务费用	-869	-923	-301	-215	-144
减值损失合计	-638	-742	-234	-238	-243
投资净收益	87	64	55	60	68
其他	201	184	122	132	149
营业利润	8,677	6,178	4,909	6,801	8,238
营业外收支	-32	-30	-1	-1	0
利润总额	8,646	6,148	4,908	6,800	8,238
所得税	1,379	1,286	1,026	1,422	1,723
净利润	7,266	4,862	3,882	5,378	6,515
少数股东损益	553	595	264	387	541
归属母公司净利润	6,714	4,267	3,618	4,991	5,974
EBITDA	8,983	6,710	5,060	7,049	8,574
EPS(当年)(元)	3.25	2.06	1.75	2.41	2.89

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	15,126	7,939	5,438	5,953	6,783
净利润	7,266	4,862	3,882	5,378	6,515
折旧摊销	1,310	1,543	452	464	480
财务费用	298	48	361	520	682
投资损失	-87	-64	-55	-60	-68
营运资金变动	5,957	808	502	-576	-1,055
其它	383	742	297	227	230
投资活动现金流	-4,716	-454	-238	-11	-45
资本支出	-1,801	-1,118	-298	-68	-107
长期投资	-2,923	247	-2	-3	-6
其他	9	416	62	60	68
筹资活动现金流	-4,628	-4,367	-1,022	-1,234	-1,536
吸收投资	12	16	0	0	0
借款	-1,549	-92	0	0	0
支付利息或股息	-2,525	-3,556	-878	-1,234	-1,536
现金流净增加额	5,990	3,021	3,909	4,708	5,202

研究团队简介

范欣悦，商社行业首席分析师，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队2015年获得新财富第三名、2016年获得新财富第四名、2023年获得新浪金麒麟医美行业菁英分析师第一名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备4年以上零售及新消费行业研究经验。2025年加入信达证券研究所，主要覆盖零售、母婴、电商等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。